

学校编码: 10384

学号: 17920081151165



分类号_____密级_____

UDC_____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

厦工股份并购厦工三重案例研究 Research of XGMA M&A XMSZ case

王学舟

指导教师姓名: 黄聪海 兼职教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 6 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

中文摘要

在经济全球化的今天，并购已成为许多企业实现资源整合、提高资产质量和经营业绩等战略性目的的重要投资手段，在我国资本市场的发展过程中发挥着非常重要的作用。然而我国的企业并购有着许多不同于西方国家的基础条件，存在着发展的不平衡和较大的波动性，在并购实践中常常面临许多问题和困惑。因此，做好企业并购相关问题的研究就具有非常重要的理论意义和现实意义，同时也有助于推动当前资本市场的改革和企业的产业转型升级。

作者从厦工股份因并购厦工三重后经营业绩下滑而受到外界质疑的新闻事件中，产生了对企业并购战略行为的一系列思考，并期望能通过对并购理论及案例的分析研究来揭示疑问。在本文中作者运用理论结合实践的研究方法逐步展开，首先从并购基本理论体系入手，指出企业并购的最终目的是实现协同效应，但其中也存在着相应的实现风险；其次对厦工股份并购厦工三重的实践案例进行分析，指出厦工股份的并购有利于增强整体竞争力，但存在着整合不够深入、对行业的周期性研究不足、风险防范不到位等问题；最后作者在做好企业战略并购及并购整合等方面得到了许多启示，提出了要建立以战略为导向的并购思路、增强风险意识、运用多种支付方式、推动国有企业市场化交易等一系列建议。

在论文研究过程中，作者综合运用了比较研究、定性分析与定量分析相结合的方法，引用了不少宝贵的深度访谈资料和外部数据，力求能较为全面和客观地研究并购事件本身及关联因素。作者亦希望能通过本文的论述，能为国内企业并购实务操作的管理者提供借鉴意义。

关键词：战略并购；整合；并购风险；国有企业

Abstract

In the economic globalization today, M & A has become important means of investment to achieve the integration of resources, improve asset quality and operating results. However, China's corporation has many different conditions from Western countries. There is the uneven development and greater volatility in the practice of M & A. They are often faced with many problems and puzzles. Therefore, it has a very important theoretical and practical significance to do M & A related issues, but also help to promote the capital market reform and the industrial upgrading.

The author focus on the events of XMGA decline in operating results due to the acquisition of XGSZ by skepticism from the outside. The author expects to reveal doubts through M & A theory and case analysis. First, start from M & A basic theoretical system, the ultimate aim is to achieve synergies, but also there is a corresponding implementation risk. Secondly, to analyze XMGA acquisition of XGSZ case, the author pointed XMGA is conducive to enhance overall competitiveness, but there is not enough to integrate the industry's cyclical research and risk prevention. Finally, the author gets a lot of inspirations in corporation strategic M & A integration. He suggests that we should establish the M & A strategy-oriented ideas, enhance risk awareness, use a variety of payment methods, and promote state-owned enterprise market transactions.

In the process, the author use the method of a comparative study, combining qualitative analysis and quantitative analysis refers to a lot of valuable depth interview data and external data, and strive for a more comprehensive and objective study of the M & A events and associated factors. The authors also hope that through the study of this article, to provide reference for domestic M & A practice operations managers.

Key words: Strategic M & A; Integrate; M & A Risk; State-owned Enterprises

第一章 绪论	2
第一节 研究背景及问题的提出	2
第二节 研究内容与意义	3
第三节 研究方法与文章框架	5
第二章 企业并购概述及发展状况	6
第一节 并购的概念及类型	6
第二节 并购目的	9
第三节 并购风险	10
第四节 我国资本市场并购的发展状况	14
第三章 厦工股份并购厦工三重案例分析	19
第一节 并购案例背景	19
第二节 并购动因	29
第三节 并购过程及整合情况	33
第四节 并购案例分析	36
第五节 并购案例结论	43
第四章 研究启示与建议	46
第一节 论文研究启示	46
第二节 做好企业战略并购的建议	48
第三节 论文的局限性	50
参考文献	51
致 谢	52

Contents

Chapter 1 Introduction	2
Section 1 Backgroud and Ideas.....	2
Section 2 The Contents and Meanings	3
Section 3 Research Methods and Thesis Framework.....	5
Chapter 2 M&A Overview and Development.....	6
Section 1 The Concept and Type of M&A.....	6
Section 2 M&A Purpose	9
Section 3 M&A Risk	10
Section 4 The Development of China Capital Market.....	14
Chapter 3 The Case Study of XGMA M&A XGSZ	19
Section 1 Case Background.....	19
Section 2 Analysis of Motivation	29
Section 3 The Process and Intergartion	33
Section 4 Case Analysis	36
Section 5 Case Conclusion.....	42
Chapter 4 The Revelation and Proposal.....	46
Section 1 The Research Revelations.....	46
Section 2 The Proposal	48
Section 3 The Limitations	48
References	49
Acknowledgement	50

第一章 绪论

近年来，在经济全球化不断加强的趋势下，越来越多的并购活动与资本市场发生了联系，资本化的程度不断深入。并购已成为诸多企业实现资源整合、提高资产质量和经营业绩等战略性目的的重要投资手段。

第一节 研究背景及问题的提出

全球企业并购已经发生了五次大规模的浪潮，最近几年全球投资于企业并购活动的金额平均每年超过 5000 亿美元。中国经济的市场化、国际化和体制多元化的进程加快，使其并购活动逐渐成为全球并购的亮点。在中国现阶段条件下，一方面二十多年的改革开放，积累了可观的物质基础，形成了庞大的资产存量；另一方面，企业特别是国有企业管理水平低下，经济增长方式仍表现为粗放型，存在企业规模普遍较小、市场集中度低、优势企业扩张乏力等格局。为实现产业结构升级，提高企业经济效益，从制造大国走向制造强国而要求进行的大规模企业并购、重组、改制已势在必行。因此，在我国经济结构战略性调整的背景下，要求我们对企业并购的相关问题进行深入研究。

2012 年 3 月 27 日，《证券时报网》的记者撰写了《厦工股份信用销售埋资金链地雷》、《厦工股份置入资产业绩变脸 6 亿现金输出存疑》、《厦工股份产能大跃进豪赌未来》等多篇报道，指出：“厦工股份在应收账款剧增、现金流十分紧张的情况下却以 4.46 亿元并购厦门厦工重工有限公司（以下简称“厦工重工”）所持有的厦工（三明）重型机器有限公司（以下简称“厦工三重”）100% 股权令人疑惑。”因为，在厦工股份公布的 2011 年年报中显示，以巨资并购的厦工三重当年仅实现净利润 1085.68 万元，同比下降了 81.5%，这一下降幅度远远大于厦工股份合并报表 7.16% 的业绩降幅。此外，并购方厦工股份自并购厦工三重之日起，经营业绩也大幅下滑，应收账款剧增。并购行为给厦工股份的资金链带来了重压。

作为老牌的国有工程机械企业，厦工股份缘何在工程机械行业整体进入下行通道之前，用大量自有资金并购同样市场低迷的路面机械资产，不由得让诸多外部人士，其中也包括作者本人对厦工股份此次并购行为产生了种种疑问，究竟

是企业战略发展的自身选择？还是并购方对整合后能产生的协同效应期望过大？或者是来自于外部的压力，尤其是股东的意志？对于上述疑问，作者也期望能通过对并购理论及案例的深入研究来一一揭示。

第二节 研究内容与意义

一、研究内容

作者关注到厦工股份由于采用自有资金并购厦工三重后业绩下滑受到外界质疑的新闻事件，引发了对企业并购行为的一系列思考，期望能通过对并购理论及案例的研究来揭开疑问。

首先，作者从并购理论体系研究着手，从并购的类型、目的、风险以及我国资本市场并购的发展状况等方面逐步展开，指出并购是企业实现资源整合、提高资产质量和经营业绩等战略性目的的重要手段，在我国资本市场的发展过程中起着非常重要的作用。

其次，作者结合厦工股份并购厦工三重的实践案例进行对比分析，分析了该并购产生的动因、重组过程、并购后的整合策略、并购前的竞争策略、并购后的经营绩效，并对案例并购整合结果进行了综合评价。

最后，通过理论与实践相结合的研究方法，作者较为全面和深入地分析了厦工股份的并购案例，在并购实务操作上得到了诸多的启示，同时提出了如何做好企业战略并购的若干建议。

二、研究意义

企业并购理论与并购整合理论的历史表明，并购整合的研究范畴既涉及一些基础的理论问题，也包括并购实践中遇到的大量的、具体的、技术性的问题。通过本文对企业并购理论及应用的系统研究和剖析，既是目前并购实践过程中提出的必然要求，也是丰富和完善现有并购理论的客观需要，这对于企业管理者在今后的并购活动中尤其是产业整合的实务操作中，具有一定的现实指导意义。

1、并购研究是企业并购实践提出的必然要求

21 世纪以来,随着世界经济复苏的步伐加快,国际资本流动明显增加,全球交易规模明显扩大。据全球金融数据提供商 Dealogic 提供的数据^①,“2005 年全球并购总额达 2.9 万亿美元,较 2004 年增长 40%,超大型的并购更是达到了 141 件的历史新高峰。到 2007 年全球并购总额更是达到 4.48 万亿美元。”然而,从并购的历史数据来看,成功的企业并购并未如人们所期望的那么多,有的企业甚至因不成功的并购而陷入了困境。一项欧洲并购调查显示,只有 1/4 的并购产生了管理层预期的绩效;并购 3 至 5 年后,对并购公司的利润才仅有边际的影响。

应该说研究好并购整合及其并购战略问题,有利于我们提出一个较为完整、综合性的并购理论分析框架,有利于在并购实践的道路上顺利前行,尽可能避免或减少并购的失败,进而增加并购的价值创造,促进社会经济的发展。

2、并购研究是丰富和完善企业并购理论的客观需要

现有的并购理论的不完善主要表现在与企业并购的动因理论、并购效应理论、并购整合战略,并购理论发展相对滞后。从并购理论的回顾中我们不难看出,以往的并购研究尚存在大量的不足,人们很难在一个理论框架内检验现实中的并购案例。因此,只有从认识上真正重视对并购整合的研究,把握好并购过程中的战略思路,将并购战略纳入整个企业并购理论体系中来看,对其进行系统研究,并购理论才会有一个长足的发展,从而丰富和完善现有理论体系。

3、并购研究是当前进行资本市场改革和企业产业升级的迫切需要

当前我国正处于加快经济发展方式转变,从粗放型经济增长方式向集约型经济增长方式转变。作为现代市场经济重要组成部分的资本市场,是促进资本形成和优化资源配置的重要渠道,对于加快经济发展方式转变具有不可替代的作用。在资本市场上,公司的投资价值主导资本流向,借助资本市场的价格信号,既可以迅速聚集大量资金,为结构调整开辟增量资金来源渠道,又能提高资金的利用效率,为经济转型拓展空间。因此,做好并购的理论研究有助于促进资本市场改革创新,有助于企业自觉调整发展方向,改善经营业绩,切实增强发展的内生动力。

^① 戚庆余. 中国企业并购战略与经典案例[M]. 北京:中国法制出版社,2012.

第三节 研究方法与文章框架

一、研究方法

作者结合自身管理学理论知识及企业投资管理的工作经验，具体运用了下列方法，力求对问题的研究能更全面、更细致：

一是比较研究方法的运用。在第二章中主要采用了比较研究的方法，对并购的类型、出资方式、并购风险等理论体系对比分析；在第三章中对并购竞争格局的优势、劣势、机会和风险对比分析，以发现不同概念之间的区别和联系。

二是定性分析与定量分析相结合的方法的运用。在第二章、第三章、第四章中主要采用了定性分析与定量分析方法。在研究中，作者通过参与观察和向厦工股份及厦工三重内部人士开展深度访谈获得第一手资料；此外作者尽可能收集一些定量数据，对定性分析加以支撑和求证，力求做到二者相结合。

三是案例分析方法的运用。在第三章主要对厦工股份并购厦工三重的案例进行分析，案例分析的方法有利于将理论结果运用于实际，在指导实践过程的同时，也使理论本身得到检验。

二、文章框架

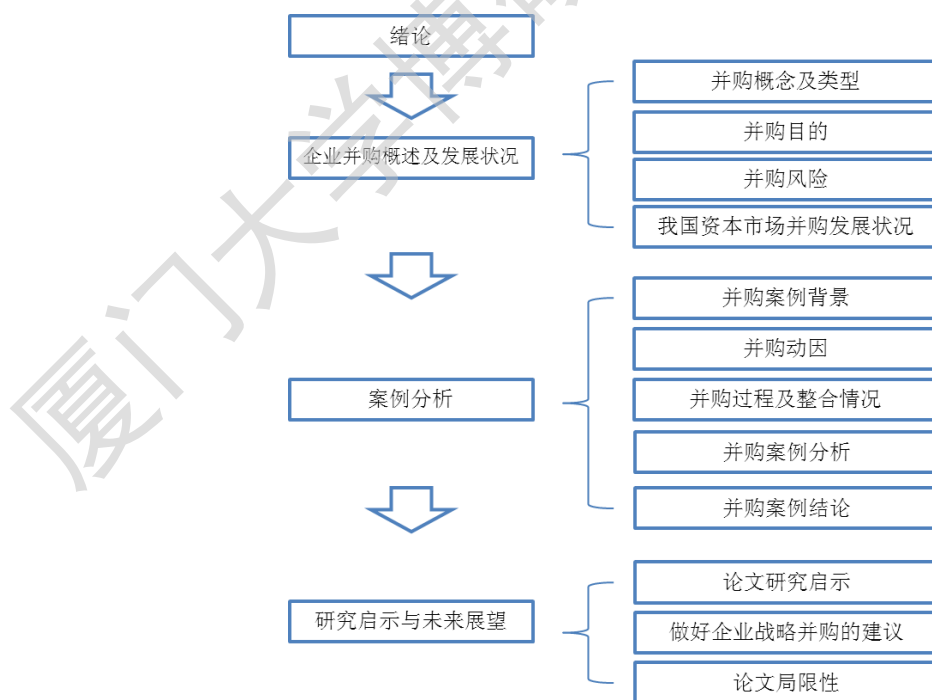


图 1-1：论文框架示意图

资料来源：作者整理

第二章 企业并购概述及发展状况

企业并购作为市场经济的产物，是一种资源的分配与再分配的过程。自 19 世纪 70 年代以来，世界各国经历了五次大规模的并购浪潮，每次都产生了巨大影响。美国的诺贝尔经济学奖获得者、著名经济学家 George·J·Stigler 曾经说过“纵观世界上著名的大企业、大集团，几乎没有哪一家不是在某种程度上以某种方式，通过资本并购兼并等资本运营手段而发展起来的，也几乎没有哪一家是完全通过内部积累发展起来的”^①。

第一节 并购的概念及类型

一、并购的概念

企业并购是一家企业以现金、证券或其他形式购买取得其他企业的部分或全部资产，以取得对该企业的控制权的一种经济行为^②。并购是兼并（Merger）与收购（Acquisition）的合称。国际上惯于将二者联用为一个专用术语——Merger and Acquisition，可缩写为“M&A”。有时兼并、收购又合并经常联系在一起。

兼并（Merger）是指两家或更多的独立企业或公司合并组成一家公司，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。我国的《公司法》第 173 条规定：“公司合并可以采取吸收合并或者新设合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。”

收购（Acquisition）是指一家公司在证券市场上用现款、债券或股票购买另一家公司（称目标公司）的股票或资产，以获得对该公司的控制权。目标公司的法人实体地位并不因此消失。根据收购对象的不同，一种为股权收购，一种为资产收购。

比较两种定义，我们不难发现兼并与收购是两种不同产权的交易行为。然而在现实中，兼并和收购是很难严格独立区隔开来的。在本文的研究中，无论是

^① [美]马克·N. 克莱门特 大卫·S. 格林斯潘. 并购制胜战略[M]. 北京：机械工业出版社，2007.

^② 戚庆余. 中国企业并购战略与经典案例[M]. 北京：中国法制出版社，2012.

采取资产购买、股权购买或公司法上的合并等何种形式，凡属意图参与其他企业的运营甚至取得其他企业控制权的一方，均成为并购方，而另一方则成为目标企业。并购企业利用自身的各种有利条件，比如资金、市场、管理、文化、品牌等优势，让社会上的存量资产变成增量资产，使呆滞的资本运行起来，实现资本的增值。

二、并购的分类

企业并购亦是一个复杂的交易过程，一般都要经过调查、谈判、实施和整合四个阶段。企业并购的种类有很多，按照不同的分类方式可以分为很多种：按并购行业的关联性来划分，并购可以分为横向并购、纵向并购以及混合并购；按并购态度分可分为善意并购、恶意并购；按并购方式分可分为要约收购、协议收购。

表 2-1：不同并购类型的特点比较

序号	并购类型	定义	目的	特点
1	横向并购	具有竞争关系的、经营领域相同、生产产品相同的同行业企业之间的并购。	扩大经营规模，实现规模经济，减少竞争对手，提高行业的集中程度，增强产品在同行业中的竞争能力。	有助于企业取得规模经济和市场占有率的优势，但是容易破化竞争，形成高度垄断的局面，通常是连锁企业之间并购的主要形态。
2	纵向并购	生产和经营经营业务互为上下游关系的企业间的并购。	降低交易成本(费用)，通过对原材料的控制来达到产业垄断的目的。	加强供应链的管理，实现产销一体化，提高经济协作效益，促进生产经营过程各个环节的密切配合，节约共同费用和资源。
3	混合并购	既非竞争对手又非现实中或潜在客户或供应商的企业之间的并购。	在于减少长期经营一个行业所带来的风险，与其密切相关的是多元化经营战略。	实现投资多元化和经营多元化，通过先进的财务管理和集中化的行政管理来取得规模经济，有助于分散单一产业的经营风险，为企业转型提供良好的生存环境。

4	善意并购	目标公司提出收购条件并承诺给予协助的方式。	双方对收购条件可以进一步讨价还价，最终达成双方都可以接受的收购协议。	双方均有合并意愿，而且彼此之间情况较为熟悉，此类并购成功率较高。
5	敌意并购	收购公司对目标公司强行收购的行为。	在目标公司对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下实现并购。	收购公司往往采取突然的收购手段，以要约收购方式为主。
7	要约收购	通过证券交易所的交易是收购方达到法定比例时，依法向目标公司全体股东发出公开要约。	收购目标公司的全部股份或部分股份，以获得在该公司中的控股地位。	国外成熟资本市场并购的典型方式。
8	协议收购	并购双方态度友好，以协议方式达成收购协议的并购方式。	能以较少的代价和较低的风险实现收购，避免反收购风险。	操作程序兼并，收购成本低，但在股权转让定价方面，协议收购缺乏竞争机制。我国国有上市公司的常见并购方式。

资料来源：作者整理

三、常见的并购出资方式

选择不同的并购出资方式取决于并购方的资金实力、资产规模以及实务操作过程中目标公司的意愿等诸多因素，也会影响到整合后并购方的实际控制能力。因此，选择正确合理的出资方式对于并购方而言，可以起到降低收购成本、防范财务风险和加强管控能力等作用。

表 2-2：不同并购出资方式

序号	出资方式	定义	特点
1	现金购买资产式并购	并购公司使用现金购买目标公司全部或大部分资产以实现对目标企业的控制。	要求收购者具有较强的资金实力或融资实力。

2	现金购买股票式并购	并购公司使用现金购买目标公司一部分股权，以实现对目标公司的控制。	可通过二级市场或非公开的协议进行收购，支付成本较低。
3	股票换取资产式并购	并购公司向目标公司发行自己的股票以换取目标公司的部分资产。	有时很难确定谁是收购方、谁是控制方。
4	股票互换式并购	并购公司直接向目标公司股东发行并购公司发行的股票以交换目标公司的大部分股票。	目标公司成为并购公司的子公司，或通过解散而并入并购公司。
5	混合支付式并购	并购方使用了两种或两种以上的支付手段。	较为常见的是现金加股票。

资料来源：作者整理

第二节 并购目的

并购的最终目的是追求协同效应。协同效应（Synergy Effects），原本为一种物理化学现象，又称增效作用，简单地说就是“1+1>2”的效应。通常并购的协同效应按其发生作用的环节可分为经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应。^①

一、经营协同效应

追求经营协同效应是常见的并购目的。经营协同效应是指通过并购使企业经营活动的效益得以提高。主要包括：

1、企业并购产生横向降低成本费用的规模经济

企业存在着不变成本和可变成本。可变成本随着生产数量的增加而同比增加，而不变成本在短期内总量不变。随着生产数量的增大，不变成本被越来越多的产品分担，平均不变成本将逐渐减少，因此企业规模的扩大有利于降低产品的平均不变成本，从而降低产品的平均成本，提高企业产品的市场竞争力。

2、并购产生纵向降低交易费用的规模经济

企业纵向整合可以降低生产和营销成本，降低交易费用从而降低产品的平均成本。

^① 戚庆余. 中国企业并购战略与经典案例[M]. 北京：中国法制出版社，2012. 4

3、并购产生特定管理职能的规模经济

安索夫认为，并购的协同也包括其他一些比较抽象的好处，例如经理们有可能把他们在一个企业中积累的经验和知识应用于其他企业。

二、管理协同效应

管理协同效应主要指的是并购给企业管理活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。如果两个公司的管理效率不同，管理效率高的企业在兼并另一个公司之后，能带动低效率公司的管理效率提高，这就是所谓的管理协同效应。然而，管理协同效应来源于行业和企业专属资源的不可分性。

管理协同效应应包含两个方面：其一是管理能力的转移，其二是新的管理资源的衍生和管理能力的提高。管理协同效应主要表现在节省管理费用、提高企业的运营效率、充分利用过剩的管理资源等三方面。

三、财务协同效应

财务协同效应是指并购给企业财务方面带来的效益，这种效益的取得不是由于经营活动效率的提高而引起的，而是由于税法、会计准则以及证券交易规则等法律法规和规章的作用而产生的一种现金流量上的效益。

1、资本成本下降

利用并购方较低成本的内部现金降低被并购方的资本成本，从而抓住被并购方所在行业的投资机会。这种情况通常在一个处于低需求增长行业中的企业并购另一个需求高增长的行业中的企业时发生。

2、合理避税

由于并购方和被并购方在资本结构、适用税率、税收范围上存在差异，并购后可能会产生以下避税效益：一个有累积税收损失和税收减免的企业可以与有盈利的企业进行合并，充分利用亏损递延纳税的原则，使得合并的公司达到合理避税的目的。

第三节 并购风险

尽管企业并购的最终目的是实现协同效应，但其中也存在着相应的实现风险。所谓的实现风险是指在战略并购中企业增值的不确定性，也就是战略并购绩效存在不确定性，这种风险自始至终都是存在的，贯穿于协同效应实现的全过程。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库